



*Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho
Mercantil*

2012/53

MARZO 2012

LA ARMONIZACIÓN DE LA GESTIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA:

LA DIRECTIVA 2011/61/EU.

*The harmonization of alternative investment funds management:
Directive 2011/61/EU.*

Luz María García Martínez

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail autor: lm.garcia@estumail.ucm.es
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

<http://eprints.ucm.es>

Copyright © 2012 por el autor

La armonización de la gestión de los fondos de inversión alternativa:
la Directiva 2011/61/EU¹.

*The harmonization of alternative investment funds management:
Directive 2011/61/EU*

Luz María García Martínez
Doctoranda
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN: El objeto de este trabajo es el análisis de la Directiva 2011/61/EU como técnica utilizada para la armonización de la gestión de los fondos de inversión alternativa en Europa. Se realiza un recorrido por los aspectos esenciales de la Directiva, deteniéndonos en su ámbito de aplicación, las condiciones de otorgamiento de la autorización, los requisitos operativos y de organización o el pasaporte del GFIA. Finalmente, se detallan las medidas a tomar para la transposición de la Directiva recogidas en el Dictamen ESMA/2011/379.

PALABRAS CLAVE: Fondos de inversión alternativa, *hedge funds*, gestores de fondos de inversión alternativa, pasaporte.

ABSTRACT: The aim of this working paper is to analyze the Directive as the chosen technic to harmonize the management of alternative investment funds in Europe. A tour is taken through the main aspects of the Directive, stopping at its scope, the conditions for granting the authorization, operative and organizational requirements or the GFIA's passport. Finally, it is outlined the steps to take into account for the transposition of the Directive, which appear on ESMA 2011/379 Final Report.

KEY WORDS: Alternative investment funds, hedge funds, alternative investment funds managers, passport.

¹ "Texto de la intervención presentada en el IX Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil, celebrado entre los días 7 y 10 de noviembre de 2011 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid."

La armonización de la gestión de los fondos de inversión alternativa: la Directiva 2011/61/EU.

Introducción.....	3
I. La antesala de la Directiva 2011/61/EU: La crisis económica y la dispersión normativa.....	5
II. La fundamentación de la Directiva: ámbito de aplicación, límites y carácter opcional.....	9
III. Algunos aspectos esenciales:	
A. La homogenización de los requisitos para la gestión de los FIA en la UE.	
1) La concesión de la autorización.....	12
2) El ejercicio de la actividad por los gestores.....	14
3) La delegación y el depósito como partícipes de la gestión de los fondos de inversión alternativa.....	17
B. La transparencia de los GFIA.....	18
C. El establecimiento de un mercado interior para los FIA.....	20
1) El pasaporte de los GFIA.....	20
2) La participación de terceros países.....	21
IV. La transposición de la Directiva al Derecho de los Estados Miembros: ESMA/2011/379.....	23
V. Conclusiones.....	26

INTRODUCCIÓN

La inversión alternativa en Europa supone 2.152 billones de euros en activos. Entre los diversos fondos que se encuentran dentro de esta categoría, los *hedge funds*- en adelante, HF- son mayoritarios, al valorarse sus activos en aproximadamente 290 billones de euros². Según su situación geográfica, en Reino Unido se encuentran establecidos el 80 por ciento de los gestores de este tipo de fondos. En España, a finales del 2010, representaban tan sólo el 1% del total de las instituciones de inversión colectiva³.

Aunque no existe unanimidad a la hora de ofrecer una definición de los HF, se puede afirmar que la inversión alternativa se aparta de la clásica inversión en instrumentos financieros⁴. La esencia de estos fondos reside en la libertad de que gozan sus gestores para la elección de los activos y mercados en donde invertir, así como sobre los instrumentos con que realizan dichas inversiones, recurriendo generalmente a derivados. Por otra parte, su financiación se caracteriza, por lo general, por el recurso a altos niveles de apalancamiento.

En la actualidad, los últimos estudios reflejan una tendencia hacia el aprovechamiento de las fluctuaciones en los mercados para obtener beneficios; a modo de ejemplo, podemos citar a este respecto, la inversión en empresas en crisis o en vías de reestructuración, la elección de derivados cuyo subyacente es el mercado energético o incluso se han centrado en la negociación de los derechos de emisiones de carbono⁵.

Finalmente, hay que destacar que este tipo de fondos se encuentran reservados a inversores profesionales dados los riesgos que acarrearán, como son

² COMISIÓN EUROPEA.: *Impact Assessment of the Proposal for a Directive on Alternative Investment Fund Managers*, Anexo 2, pg.57, disponible en :

http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_impact_assessment.pdf

³ En la actualidad existen 33 Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre y 32 Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión libre, pero de estas últimas 13 están en proceso de liquidación. Los datos se encuentran en el *Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación 2010*, pg.119.

⁴ RICO ARÉVALO, B.: "El modelo de regulación española para los hedge funds" en *Régimen Jurídico y Económico de los "Hedge Funds"*, Thomson Aranzadi, 2008 pgs 33 y ss.

⁵ LEWIS, M.: *Hedge fund deskbook. Legal and practical guidance for a new era*, 2010, West, pgs.10-14. Un análisis de cómo se diseña la inversión de un HF en EVERETT, E.: "The Changing Role of Hedge Funds in the Global Economy", 13/09/2011, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1926233>.

la elevada exposición al riesgo y su limitada liquidez⁶. Por esta razón, el desembolso inicial actúa como barrera de entrada, al establecer una aportación mínima muy elevada, por ejemplo, se parte en España de un desembolso inicial de 50.000 euros, mientras que en Italia se alcanza la cifra inicial de 500.000 euros⁷.

Su alta volatilidad, reflejo de su exposición al riesgo, su dinamismo a la hora de la elección de en qué mercados invertir y el carácter transnacional de los HF ha provocado que se encuentren en el punto de mira del legislador en la nueva era en pro de un sistema financiero más monitorizado. Razón por la cual, en Europa se promulga la Directiva 2011/61/EU del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010- en adelante, Directiva AIFM-. El ámbito de la Directiva es la regulación de los fondos alternativos desde dos ámbitos, armonizando la actividad de los gestores de fondos de inversión alternativa y desarrollando un mercado interior para los HF en Europa.

El objeto de esta comunicación consiste en realizar un recorrido por los aspectos esenciales de esta Directiva, tales como los requisitos para obtener la autorización para la gestión de fondos en la UE, el nuevo régimen de transparencia o el pasaporte para gestionar fondos en la UE. Igualmente, se analizarán los pasos a seguir para la transposición de la Directiva así como las medidas de nivel 2 que habrán de tomarse para que la Directiva sea una realidad.

⁶ El art.43 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva- en adelante, Reglamento de las ICC- establece en su apartado b) la comercialización de este tipo de fondos a inversores profesionales. Posteriormente, en el apartado e, limita la liquidez de los fondos de inversión alternativa ya que “una IIC de inversión libre podrá no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo cuando así lo exijan las inversiones previstas, debiendo figurar expresamente dicha circunstancia en el folleto informativo”.

⁷ En España, el art.43.1 del Reglamento de IIC exige un desembolso inicial de 50.000 euros, mientras que en Italia el art.16.3 del D.M 228/1999 exige un desembolso inicial de 500.000 euros.

I. La antesala de la Directiva 2011/61/EU: La crisis económica y la dispersión normativa.

Los HF siempre han gozado de cierta laxitud legislativa. Han sido categorizados dentro del *shadow banking*, afirmándose que los beneficios que generan este tipo de fondos están directamente relacionados con su nivel de confidencialidad⁸. La libertad a la hora de la elección del mercado en el que invertir permite obtener un rendimiento superior en comparación con los fondos tradicionales, si bien el riesgo que se asume también es mayor, como se puso de manifiesto con la caída de los HF de Bear Stearns⁹.

La irrupción de la crisis económica ha traído consigo la tendencia, en un ámbito global, hacia un mayor control legislativo del sistema financiero para intentar paliar los efectos adversos que supondría una nueva crisis como la que se gestó en 2007, cuando la desregularización imperaba. Es posición prácticamente unánime¹⁰ que los HF no han sido el “virus” que ha generado el padecimiento de la crisis económica¹¹, pero sí que pueden contribuir a elevar el riesgo sistémico en el futuro.

⁸ EHRlich, E.: “The Changing Role of Hedge Funds in the Global Economy”, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1926233>

⁹ Al comienzo de la crisis, en junio de 2007, *the High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund* y *the High-Grade Structured Credit Fund*, cuya inversión se basaba en hipotecas *subprime*, provocaron a sus inversores pérdidas de 1.8 billones de dólares.

¹⁰ Los HF no son “*too big to fail*” sino “*too small to bail*” (no son los “demasiado grandes para caer” sino “demasiado pequeños para ser rescatados”), un estudio pionero de la Universidad de Columbia y The National Bureau of Economic Research (NBER) analiza los niveles de endeudamiento de los HF desde el 2004 hasta la actualidad. Las conclusiones a las que llegan son que los HF se comportan de manera anticíclica en comparación con los Bancos, por ejemplo, en el 2008, en un momento álgido de la crisis, mientras que los bancos se situaban con un nivel de apalancamiento muy alto, los HF se encontraban en sus niveles más bajos. Si bien, el nivel de exposición al riesgo era el mismo dado que durante la crisis los inversores han dejado de confiar en los HF. El estudio empírico se encuentra en: ANG, A., GOROVYYB, S., VAN INWEGENC, G.B.: “Hedge fund leverage”, *Journal of Financial Economics*, vol.102, nº1, Octubre 2011, pgs.102-126.

¹¹ La Financial Services Authority (la Autoridad de servicios financieros del Reino Unido) reconocía que los HF ni eran los causantes de la crisis ni un vehículo de transmisión de la misma. SANTS, H.: “*The regulator's view of hedge funds and hedge fund standards*”, Hedge Conference 2008, disponible en:

http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/1022_hs.shtml

A pesar de no ser los causantes de la crisis, los HF no gozaban de credibilidad provocando que durante 2008-2009 alrededor de 2500 HF desapareciesen, los datos son recogidos en: CHINCARINI, L.B.: “Hedge Funds: The Misunderstood Investment Vehicle”, *The research handbook on hedge funds, private equity and alternative investments*, pg.34, Edward Elgar Publishing, 2012. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1788473>.

La doctrina destaca, entre diversos motivos, que la elevada financiación de los bancos a los HF destinada a mitigar su endeudamiento puede provocar, por ejemplo, que los bancos no puedan proporcionar crédito a otros inversores¹². En segundo lugar, el gran dinamismo de este tipo de fondos se refleja en la facilidad con que se cambia del objeto de la inversión provocando el abandono de mercados hacia otros más lucrativos, obteniéndose así grandes beneficios pero, a su vez, generando inestabilidad en aquellos mercados que abandonan¹³.

Entre las diferentes propuestas a favor del cambio en el tratamiento de los HF, nos encontramos con el Informe de IOSCO sobre los “*Principios para la regulación de los Hedge Funds*”¹⁴. En síntesis, los seis principios que describe el Informe reflejan el cambio en el tratamiento de los HF buscando una mayor transparencia en su funcionamiento ya que se establece la obligatoriedad del registro y la supervisión constante de los HF o sus gestores y *advisers*, así como también de los bancos y *prime brokers*. Igualmente, estos principios ponen de relieve el carácter preventivo de la medida al obligar a proporcionar información relevante para el riesgo sistémico y los medios para su reducción.

En EE.UU se produce el mismo giro legislativo a favor de un mayor control de los HF. En efecto, la promulgación de la *Dodd Frank Act*, concretamente su Título IV, acarrea la modificación del *Investment advisers Act 1940* que supone una ampliación de los fondos de inversión sometidos a la obligación de registro por la *Securities and Exchange Commission* y se renueva la definición de inversores cualificados. A su vez, se incrementa su transparencia al obligar a elaborar informes sobre riesgo sistémico y un código ético de buenas prácticas. Por otra parte, se limita la participación de los bancos en HF, restringiéndola a un 3% del capital del *Tier 1*.

Centrándonos en Europa, se observa cómo, en un primer momento, se partía de un desinterés por la armonización de los HF a nivel comunitario al quedar fuera del ámbito de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores

¹² KAMBHU, J., SCHUERMANN, T., y STIROH, K.J S: “Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk.”, *Economic Policy Review*, Vol. 13, No. 3, December 2007, <http://ssrn.com/abstract=1012348>

¹³ LO, A. W: “Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008: Written Testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds”, *SSRN*, <http://ssrn.com/abstract=1301217>

¹⁴ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>

mobiliarios, así como también posteriormente en su reformulación por la directiva 2009/65/CE. Por consiguiente, fueron los legisladores nacionales¹⁵ los verdaderos protagonistas en la delimitación de los fondos de inversión libre, lo que ocasionó que surgiera una gran dispersión normativa así como una inevitable comparación entre Estados Miembros más o menos restrictivos en cuanto a la regulación de los fondos de inversión.

Por otra parte, la industria del HF ha ejercido también un papel relevante en el control de la actividad, por ejemplo, la *Alternative Investment Management Association*¹⁶ ideó los *due diligence questionnaires*¹⁷ para la evaluación de los gestores y proveedores de servicios de inversión

Uno de los primeros signos de cambio a favor de la armonización de los HF, en Europa, se percibe en el *Informe Rassmusen*¹⁸, en el que el Parlamento europeo instó a la Comisión a realizar una propuesta legislativa que cubriera todos los actores y participantes en el mercado financiero, incluyendo a los HF.

¹⁵ Con mero carácter enunciativo, el tratamiento en Europa de los HF se recoge: en España, como hemos visto, se encuentran regulados en los arts.43 y 44 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva. Su desarrollo se encuentra en la Orden EHA/1199/2006 y por la Circular 1/2006, de la CNMV;. en Italia se denominan *fondi speculativi* y se recogen en el art.16 del *Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento* (Decreto Ministerial num.228, de 24 mayo de 1999). Reino Unido establece la obligación de registro de los gestores de HF por la FSA en la *Regulated Activities Order*. Finalmente, Alemania la *Investmentgesetz* los recoge como *Hedgefonds* en el capítulo 5º. Para un estudio detallado de la gestión de la inversión alternativa en España: TAPIA HERMIDA, A.J.: "La gestión y la custodia de los hedge funds" en RICO ARÉVALO, B(Dir.): *Régimen Jurídico y Económico de los "Hedge Funds"*, Thomson-Aranzadi, 2008, pgs. 91-135; el estudio comparado se puede consultar en ENGRACIA ANTUNES, J.: "Fondos de inversión libre y derecho de sociedades", *RDBB*, nº113, 2009, pgs.7-54 y ATHANASSIOU, P.: *Hedge fund regulation in the European Union: Current trends and future prospects*, Kluwer Law International, 2009, pgs. 125-163.

¹⁶La *Alternative Investment Fund Association* es una asociación internacional que cubre todos los agentes intervinientes en los HF, es decir, gestores, prime brokers, inversores, etc. Para más información sobre su trabajo:

http://www.aima.org/en/about_aima/index.cfm.

¹⁷ Los cuestionarios proporcionan las preguntas a realizar en procesos de due diligence a GFIA, aunque no están disponibles al público en general, en su página web se proporciona un resumen de los mismos. La información a aportar por los gestores es muy detallada desde la filosofía de la inversión hasta qué riesgos les afectan.

http://www.aima.org/en/media_centre/press-releases.cfm/id/51A9EFBE-E15D-4CEC-83A88A2376C6F333

¹⁸ PARLAMENTO EUROPEO: *Resolución del Parlamento Europeo, de 23 de septiembre de 2008 con recomendaciones destinadas a la Comisión sobre los fondos de cobertura y los fondos de capital riesgo/inversión*, (2007/2238(INI)), Diario Oficial n° C 008 E de 14/01/2010, p. 0026 - 0033

La Comisión estudió la viabilidad de la propuesta legislativa; para ello requirió al “Grupo de alto nivel sobre supervisión” para la elaboración un informe conocido como *informe Larosiere*¹⁹ y se llevó a cabo una conferencia de alto nivel sobre *private equity* y *hedge funds*. Finalmente, el 30 Abril de 2009, la Comisión propuso el establecimiento de la Directiva AIFM.

La Comisión optó por una Directiva cuyo ámbito de aplicación se ciñe a los gestores de los fondos así como otros agentes como los depositarios y auditores, aduciendo que su labor en la toma de decisiones sobre dónde invertir y cómo, acarrea riesgos de tipo transfronterizo por lo que debe existir una supervisión a nivel europeo²⁰. La propuesta de Directiva AIFM fue categorizada por la Comisión como de nivel 1, es decir, una Directiva de principios basada en el proceso *Lamfalussy* de regulación de los servicios financieros. A pesar de tener un carácter programático, destaca por su gran extensión y en determinados casos por su falta de concisión, por lo que dificulta su entendimiento²¹. El procedimiento para la aprobación de la Directiva fue el de codecisión u ordinario, aprobándose en primera lectura por el Parlamento Europeo el 11 de noviembre de 2010²², y posteriormente fue adoptada por el Consejo el 27 de junio de 2011, publicándose en el DOUE el 1 de julio de 2011 y entrando en vigor a los 20 días de dicha publicación. La transposición de la Directiva está prevista para el 2013, si bien, en la actualidad, como tendremos ocasión de analizar más adelante, dado el carácter de nivel 1 de la Directiva AIFM, la Comisión ha requerido a la Autoridad Europea de Valores y Mercados²³- en adelante, AEVM- el estudio de qué medidas de nivel 2 se han de tomar para su transposición por los Estados miembros.

¹⁹ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf

²⁰ COMISIÓN EUROPEA: *Commission staff working document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC - Impact assessment*, {COM(2009) 207} {SEC(2009) 577}. En dicho documento se valoraba también la posibilidad de regular al fondo de inversión alternativa, si bien se desechó tal posibilidad centrándose únicamente en la gestión del fondo de inversión alternativa, argumentando que son los gestores quienes concentran el riesgo en este tipo de fondos al ser los responsables de la decisión en qué invertir o el nivel de apalancamiento.

²¹ TAPIA HERMIDA, A.J.: “La Directiva 2011/61/UE sobre los gestores de fondos de inversión alternativos”, *RDBB*, nº 123, julio-septiembre 2011, pg.308.

²² PARLAMENTO EUROPEO: *Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 11 de noviembre de 2010, sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2004/39/CE y 2009/.../CE*, (COM(2009)0207 – C7-0040/2009 – 2009/0064(COD)).

²³ European Securities and Markets Authority.(ESMA)

II. La fundamentación de la Directiva: ámbito de aplicación, límites y carácter opcional.

La AIFM tiene un doble propósito, como se indica en su considerando cuarto; en primer lugar, supone el establecimiento de un mercado interior para los gestores de fondos de inversión alternativa-en adelante, GFIA- por lo que se admite implícitamente la armonización en la gestión de los fondos que no se sometan a autorización bajo la Directiva 85/611/EEC. La Directiva también implica la armonización de la regulación y supervisión de las actividades de todos los GFIA en el interior de la Unión.

El artículo 6 de la Directiva delimita de forma negativa qué son los fondos de inversión alternativa. En efecto, un fondo de inversión alternativa-en adelante, FIA- es un organismo de inversión colectiva que obtiene capital “de una serie de inversiones” y que no requiere autorización de conformidad con el art.5 de la Directiva 85/611/EEC. La Comisión ha optado por un amplio ámbito de aplicación de la Directiva²⁴ con el fin de someter a regulación a todos los gestores de fondos de inversión alternativa que pueden generar riesgos; aduciendo que una definición arbitraria de fondo de inversión alternativa hubiese provocado el “escape” de ciertos GFIA provocando que deviniera ineficaz el objeto de la Directiva. Por consiguiente, será tarea del legislador nacional discernir qué organismos de inversión colectiva entran dentro de la competencia de un GFIA²⁵.

Sin embargo, la amplitud de miras de la Comisión no equivale al establecimiento de medidas “*one size fits all*”, ya que la estructuración de la

²⁴ La definición amplia de la Directiva contrasta con el documento de consulta que precedió a la misma, donde dirigía su atención únicamente a los *Hedge Funds*. Para la consulta del documento, COMISIÓN EUROPEA: *Comission Services Consultation Paper on Hedge Funds*,

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgefunds/consultation_paper_en.pdf

Autores como Awrey han criticado el ámbito de aplicación de la Directiva, defendiendo que si se hubiera establecido una definición específica de fondos de inversión alternativa, la Directiva tendría un espectro más específico reducido a los HF y sus gestores. Awrey, D.: “The limits of EU Hedge Fund Regulation”, *Law and Financial Markets Review*, Volume 5, Nº 2, Marzo 2011, nota a pie de página nº66. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1757719>.

²⁵RIUS RIU, J.: “La Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos”, en *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación-2010*, CNMV.

Directiva se ha basado en una primera parte de disposiciones generales para posteriormente establecer medidas para tipos específicos de FIA en el Capítulo V²⁶.

Los GFIA, por su parte, son definidos como la persona jurídica cuya actividad habitual consista en la gestión de uno o varios FIA. Las actividades que engloban la gestión se encuentran enumeradas en el anexo I de la AIFM. Como mínimo para que un gestor sea catalogado como un GFIA debe llevar a cabo la gestión de cartera y la gestión de riesgos, si bien, además pueden desarrollar otras funciones relacionadas con la administración del FIA, tales como servicios jurídicos, distribución de rendimientos, emisión y reembolso de participaciones, actividades de mercadotecnia y, finalmente, las actividades relacionadas con los activos del FIA.

En cuanto a las formas típicas de gestión, el artículo 5º establece la gestión de forma externa o interna. En la propuesta de Directiva de la Comisión sólo se recogía la gestión externa, introduciéndose por el Parlamento Europeo²⁷ la posibilidad de la gestión interna en los supuestos en que la forma jurídica del FIA lo permita y su órgano de gobierno lo autorice²⁸.

Respecto al ámbito geográfico de aplicación de la Directiva no se ciñe únicamente a los gestores establecidos en la UE, como destaca el apartado 2.2 b y c, ya que también estarán sometidos a supervisión los gestores de terceros países que gestionen FIA de la UE o comercialicen en la UE con fondos europeos o extranjeros.

La Directiva sí ha querido delimitar qué entidades no se consideran GFIA, al contrario que en el concepto de fondo de inversión, donde no se produce expresamente ninguna limitación. El apartado 3 del art. 2 considera inaplicable la Directiva a sociedades de cartera²⁹, las instituciones supranacionales que

²⁶ La Sección 1 del Capítulo V se dedica a los GFIA que gestionan FIA apalancados y la Sección 2 a las obligaciones de los GFIA que gestionen FIA que adquieran el control de sociedades no cotizadas y de emisores.

²⁷ PARLAMENTO EUROPEO: *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*, (COM(2009)0207 - C7-0040/2009 - 2009/0064(COD))

²⁸ Como pueden ser las Sociedades de Capital Riesgo españolas sin delegar su gestión. RODRÍGUEZ, I.: "Directiva AIFM y su impacto en la industria del capital riesgo", *Revista Española de Capital Riesgo*, nº1, 2011, pg.5.

²⁹ El considerando 8º sí que incluye, dentro del ámbito de aplicación de la Directiva, a los gestores de fondos de capital inversión o los GFIA que gestionen FIA de valores cotizados.

gestionen FIA que actúen en interés público, los bancos centrales nacionales, gobiernos u organismos que gestione fondos de apoyo a la seguridad social, regímenes de participación o ahorro de trabajadores y vehículos de finalidad especial de titulación. Seguidamente, el apartado 1º del art.3 excluye a aquellos GFIA que gestionen FIA cuando sea el propio GFIA el inversor o su empresa matriz o una filial con el límite de que los inversores no pueden a su vez ser un FIA. Finalmente, dentro de la disposición transitoria del art.61, el apartado 3 excepciona a los GFIA que gestionaban FIA cerrados con anterioridad al 22 julio de 2013 y no realicen más inversiones nuevas no tendrán que someterse a la autorización de la AIFMD.

A su vez, la Directiva establece una excepción “*de minimis*”, en el apartado 2 del art.3, para aquellos GFIA cuyas carteras de inversión no superen los 100 millones de euros de activos o bien, 500 millones cuando no se haya recurrido para la adquisición de esos activos a apalancamiento y se haya limitado el reembolso a cinco años desde la inversión inicial no necesitarán la autorización para actuar. La Comisión ha argumentado que la delimitación trazada se debe a que no es justificable la aplicación de la Directiva AIFM a pequeños gestores porque no pueden generar riesgos para la estabilidad financiera además de suponer grandes costes innecesarios para el pequeño gestor³⁰. Sin embargo, no serán gestores carentes de supervisión, pues los Estados Miembros deberán proporcionar un régimen simplificado de registro, identificación, información sobre la estrategia de gestión, riesgo sistémico o notificación a efectos de superación de los límites del apartado 2 del art.3. Es más, tal como establece el apartado 4º del citado art, hay que destacar como estas pequeñas entidades tienen el derecho a beneficiarse de la Directiva AIFM siempre que cumpliendo todos los requisitos establecidos en la misma.

³⁰ COMISIÓN EUROPEA: *Proposal ...*, pg.6.

III. Algunos aspectos esenciales.

A. La homogenización de los requisitos para la gestión de los FIA en la UE.

1) La concesión de la autorización.

La gestión de fondos de inversión en la UE requiere autorización previa. La autorización implica el derecho a gestionar FIA de la UE establecidos en el Estado miembro origen del GFIA y la comercialización de participaciones de FIA a inversores profesionales en el Estado miembro de origen del GFIA, tal como recoge el considerando 15 y el art.31.1. Si se llevan a cabo las notificaciones pertinentes, también se abre la puerta a la gestión y comercialización de participaciones de FIA de la UE en Estados miembros distintos del Estado miembro de origen del GFIA, lo cual es conocido como Pasaporte del GFIA.

Las Autoridades nacionales, en el caso de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, examinarán la viabilidad del Gestor para el cumplimiento de la Directiva AIFM, no sólo en el momento de su concesión sino de manera prolongada. Los GFIA, deberán proporcionar un conjunto de información a dichas autoridades (Art.7). Por una parte, el apartado 2 del art.7 requiere a los GFIA facilitar cierta información sobre sí mismos, concretamente, sobre quienes dirigen las actividades del GFIA, la identidad de sus socios, el programa de actividades del GFIA, las políticas y prácticas remunerativas, y la información relativa a supuestos de delegación o subdelegación de funciones en terceros; mientras que el apartado 3º obliga a proporcionar información sobre los fondos de inversión objeto de gestión como son las estrategias de inversión, los documentos constitutivos de los FIA o disposiciones sobre el nombramiento de depositario. Si bien se establece un límite pues aquellas sociedades de gestión de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, registrados bajo la Directiva 85/611/CEE no tendrán que volver a transmitir dicha información cuando soliciten la autorización como GFIA siempre que los datos estén actualizados.

Para que les sea concedida la autorización, aparte de los requisitos informativos anteriormente mencionados, los GFIA deben cumplir todas y cada una de las condiciones establecidas en la misma, tal como establece el art.8.

En primer lugar, el capital inicial y los fondos propios deben ser determinados, el art.9 establece, para los casos de gestión interna del FIA, que el

capital inicial debe ser mayor o igual o a 300.000 euros; reduciéndose a 125.000 en los casos de gestión externa del FIA. La razón de dicha exigencia se establece en su considerando 23º, defendiendo que supone la aseguración de la continuidad y regularidad de la gestión del FIA. Además, en aquellos casos en que el valor de las carteras supere los 250 millones de euros deberán aportar 0.02% de fondos propios adicionales³¹, con la excepción para los casos en que los GFIA tengan una garantía de una entidad de crédito o entidad aseguradora, los Estados miembros pueden permitir la no aportación de hasta el 50% de dicha cuantía adicional.

A su vez, el apartado 7º del art.9º supone un claro ejemplo de prevención para futuras crisis económicas que se puedan plantear³², ya que obliga a la cobertura de la responsabilidad profesional, pudiendo optar los GFIA por tener fondos propios adicionales para cubrir dichos riesgos, o bien disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional. Finalmente, el apartado 8º obliga a que los fondos propios se inviertan en activos líquidos o fácilmente convertibles en efectivo a corto plazo, prohibiendo cualquier posición especulativa.

En otro orden de términos, el apartado c del art.8 obliga a los gestores de los FIA a tener la honorabilidad y experiencia suficiente, por lo que será comunicada su designación a la autoridad competente. Como la gestión se basará en el saneamiento y la prudencia, también se examinará la idoneidad de los socios o miembros de los GFIA que posean participaciones cualificadas. Por último, se requiere que la administración central y el domicilio social del GFIA se encuentren en el mismo Estado miembro.

En cuanto al procedimiento de concesión, tal como hemos indicado anteriormente, son las autoridades nacionales las competentes para examinar y evaluar el cumplimiento por el GFIA de la Directiva AIFM. El procedimiento de autorización tiene un plazo de resolución de tres meses, ampliable por otros tres meses, y su término se corresponde con la notificación de la autoridad competente de la concesión o no de la autorización. Si es concedida, su validez abarcará a todos los Estados miembros. No obstante, la autorización no es permanente, puede ser revisada en aquellos supuestos en los que se produzcan modificaciones en el ámbito de la autorización concedida que obligarán a

³¹ 0.02% se aplica al importe en que las carteras excedan de 250 millones de euros, pero la suma del capital inicial exigible más dicha cuantía adicional no puede superar los 10 millones de euros.

³² RIUS RIU, J.: pg.150

comunicar las mismas a las autoridades del Estado miembro antes de llevarse a cabo. En el plazo de un mes, prorrogable por otro más, las autoridades comunicarán al GFIA si es viable la modificación o su prohibición. A su vez, el art.11 establece los supuestos en los que se puede producir la revocación por la autoridad del Estado miembro que se la concedió al GFIA, entre otros supuestos, por la no utilización de la autorización el plazo de 12 meses o la inactividad durante 6 meses, la obtención de la autorización mediante declaraciones falsas o dejar de reunir los requisitos por los que se obtuvieron la autorización.

El registro de los GFIA sí será a nivel europeo. La AEVM será la encargada de la llevanza de un registro público central de carácter electrónico, que se nutrirá de la información que reciba trimestralmente de las autoridades competentes de los Estados miembros. Concretamente, tal como indica el párrafo segundo del apartado 5º del art.6º, se detallarán los GFIA, los FIA gestionados y/o comercializados por los mismo y la autoridad competente para cada uno de ellos.

2) El ejercicio de la actividad por los gestores.

El ejercicio de la actividad de los GFIA bajo la Directiva AIFM viene condicionado por el cumplimiento de un conjunto de requisitos operativos y de organización.

La sección 1 del Capítulo III establece los requisitos operativos en los que se debe basar la gestión de los GFIA. Comienza enumerando cuáles son los principios generales a aplicar entre los que destacan la honestidad en el ejercicio de la actividad, la actuación en el mejor interés de los FIA y de la integridad del mercado, evitar los conflictos de intereses o el tratamiento equitativo de los inversores.

Es necesario detenerse el art.13, donde se pone freno a la libre remuneración de los GFIA. Artículo introducido en la posición del Parlamento Europeo en primera lectura³³, haciéndose eco de la declaración realizada por el G-20 en la Cumbre de Pittsburgh³⁴.

³³ Art.9 bis de la Posición del Parlamento Europeo aprobada en primera lectura el 11 de noviembre de 2010 con vistas a la adopción de la Directiva 2010/.../UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y el Reglamento (UE) nº .../2010 [AEMV].

³⁴ En dicho acuerdo se propone el reforzamiento del sistema financiero, entre otras vías, reformando la política de indemnizaciones en el sistema financiero ya que se ha considerado como causa del incremento de toma de riesgos, "*Leader's statement: The Pittsburgh Summit 24/25 Septiembre 2009*", pg.8, disponible en: <http://www.g20.org>

Es un artículo que no aparecía recogido en la propuesta de Directiva AIFM de la Comisión, se introdujo en la posición del Parlamento Europeo en primera lectura haciéndose eco. El artículo se fundamenta en la imposición a los GFIA del establecimiento de políticas remunerativas en pro de una gestión racional y eficaz del riesgo basándose en el Anexo II de la Directiva. Por su parte, la AEVM debe comprobar la existencia de directrices sobre prácticas remunerativas que se basen en la Recomendación 2009/384/CE, teniendo en cuenta el tamaño de los GFIA y FIA, y el tipo de actividades que lleven a cabo.

En el art.14 se acota la problemática de los conflictos de intereses de los GFIA, para lo que se obliga a los gestores a tomar las medidas necesarias que consigan desde detectar los conflictos hasta su control, si bien, en aquellos casos donde el GFIA se vea incapaz de erradicar dicho conflicto, será necesario ponerlo de manifiesto a los inversores antes de llevar a cabo ningún acto por cuenta de los mismos.

La gestión del riesgo se traduce en el artículo 15 por la separación de dicha función de la parte operacional, así como se instauran sistemas de gestión de riesgos. Además, se limita el apalancamiento obligando al GFIA a establecer un nivel máximo para cada FIA³⁵. En la redacción de la propuesta de la Comisión, no exenta de críticas³⁶, era la propia Comisión la que se erigía como encargada del establecimiento de los límites máximos del apalancamiento mediante actos delegados y se le concedía a las autoridades nacionales la competencia para establecer dichos límites en casos excepcionales³⁷. Fue, nuevamente, en la posición tomada por el Parlamento en primera lectura, cuando se desechara la competencia de la Comisión, por lo que son los propios GFIA los que establezcan de los límites de apalancamiento pero sometidos a un estricto régimen de información de los niveles de endeudamiento. Se mantiene, en el art.25.3, la competencia de las autoridades nacionales para examinar si los niveles de apalancamiento pueden alterar la estabilidad del sistema financiero en cuyo caso

³⁵ El apartado 4 del art.15 indica qué debe tener en cuenta el GFIA al establecer el límite máximo de apalancamiento: el tipo de FIA, la estrategia de inversión, las fuentes de apalancamiento, la medida en que el apalancamiento está cubierto, la proporción de activos y pasivos o la importancia de la actividad del GFIA en el mercado en cuestión.

³⁶ Puede agravar el riesgo sistémico si la Comisión estableciera los límites, por FERRÁN, E.: "The regulation of hedge funds and private equity: A case study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis", *ECGI*, nº176, 2011, pg.21.

³⁷ COMISIÓN EUROPEA: *Proposal for a Directive...*, pg.9.

dichas autoridades pueden limitar el nivel de apalancamiento para la reducción del riesgo sistémico.

Finalmente, el art.16 insta a los GFIA a establecer un sistema de gestión de la liquidez en consonancia con sus obligaciones subyacentes. La eficacia del sistema será testada mediante el sometimiento periódico a los FIA a pruebas de esfuerzo. Además, los GFIA deben examinar que cada FIA que gestione presente una estrategia de inversión, un perfil de liquidez y una política de reembolso coherentes entre sí.

En la Sección II se determinan cuáles son los requisitos de organización de los GFIA. El art.18 comienza sentando los principios generales para la correcta gestión de los FIA basándose en la selección de los recursos humanos y técnicos adecuados y oportunos. El objetivo es conseguir reconstruir cualquier transacción del FIA desde su origen, pasando por los participantes, hasta el momento de su realización.

Posteriormente, el art.19, más específico, se centra en el procedimiento de valoración de los activos FIA. Es requisito fundamental lograr la valoración correcta e independiente de los activos, apoyándose en la legislación nacional y los reglamentos del FIA. La valoración se realizará con una periodicidad al menos de tipo anual. La excepción se encuentra en los FIA abiertos, donde se tendrá en cuenta para la valoración la frecuencia de emisión y reembolso. En el caso de FIA cerrados la valoración de los activos también tendrá que realizarse cuando se produzca un aumento o reducción de capital.

La independencia en la valoración se consigue al ser realizada por un evaluador externo. La tarea de valoración se llevará a cabo de modo imparcial y con la competencia, atención y diligencias debidas siempre y cuando no posea ningún tipo de vinculación con el FIA ni delegue sus funciones. También tendrá que estar registrado, aportar las garantías profesionales y cumplir los requisitos para la delegación³⁸.

Se incluye la posibilidad de que el GFIA lleve la valoración de sus propios FIA, una posibilidad que no contempló la Comisión en su propuesta de Directiva AIFM³⁹. Es necesario que esté diferenciada en la organización la función de valoración de la gestión de carteras y, además, las autoridades competentes del

³⁸ Art.20.1 y 2.

³⁹ El art.16.1 solo establecía que la valoración de los activos debía realizarse por un valorador independiente del AIFMD sin detenerse en la valoración interna por el propio GFIA en COMISIÓN EUROPEA: *Proposal for a Directive...*

Estado miembro pueden exigir que un valorador externo o un auditor lleve a cabo la verificación de la valoración; a su vez, al depositario también le estará permitido valorar los activos del FIA siempre que haya separado las funciones de valoración y de depositario.

3) La delegación y el depósito como partícipes de la gestión de los fondos de inversión alternativa.

El art. 20, único en la sección III, se ocupa del procedimiento a seguir para los casos en los que el GFIA pretenda la delegación de sus funciones en terceros. Será necesario que el acuerdo de delegación sea informado por las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA. Deberán así mismo cumplir una serie de condiciones, entre ellas, asegurar la idoneidad del delegado para realizar las funciones de gestión; es decir, disponer de los recursos suficientes, honorabilidad y experiencia. Por otra parte, el GFIA ejercerá el control sobre la actividad del delegado. La delegación se encuentra limitada, al no poder ostentar la condición de delegado ningún depositario o delegado de éste y tampoco las entidades que debido a la delegación puedan aflorar conflictos de intereses; además, no se permitirá una delegación total de funciones que implique que nos encontremos ante una entidad ficticia. Además, la delegación no implica la exoneración de la responsabilidad por el GFIA porque seguirá respondiendo ante el FIA y los inversores. Al mismo tiempo, se reconoce la posibilidad de la subdelegación de funciones, siempre y cuando se cuente con el consentimiento del GFIA y se cumplan los mismos requisitos requeridos para la delegación.

La sección IV se ha reservado para la regulación del depositario. El art.21 comienza estableciendo la obligatoriedad de la designación de un único depositario de cada fondo por parte del GFIA. La Comisión considera a los depositarios como los verdaderos guardianes de los activos de los FIA; en efecto, su labor consiste en garantizar el control de los flujos de tesorería así como la recepción de las suscripciones de los inversores y la custodia de los activos. El depositario podrán ser entidades de crédito, empresas de inversión o instituciones acreditadas bajo la Directiva UCITS.

Con el propósito de evitar el surgimiento de conflicto de intereses, un GFIA no podrá actuar al mismo tiempo como depositario y como intermediario principal (*prime broker*). A su vez, tal como hemos comentado con anterioridad,

un depositario no podrá actuar por delegación del GFIA. En consecuencia, el art.21 cierra el carácter triangular de los HF, es decir, gestor, fondo y depositario⁴⁰.

Es de capital importancia subrayar la necesidad del establecimiento del depositario en el Estado miembro de origen del FIA si son FIA de la UE. Además, el Parlamento amplió la nacionalidad⁴¹ del depositario para los supuestos de FIA de fuera de la UE, al permitir, bien tener un establecimiento en el país del FIA, o en el Estado miembro origen del GFIA. Si se trata de un GFIA de fuera de la Unión, el establecimiento se situará en el Estado de referencia del GFIA.

Finalmente, a diferencia de los supuestos de delegación, los depositarios sí son responsables frente al GFIA y los inversores de la pérdida de los elementos custodiados. En dicho supuestos, será necesaria su restitución por un instrumento financiero equivalente, a excepción de los casos en los que la pérdida de los elementos custodiados suceda por un acontecimiento externo incontrolable.

B. La transparencia de los GFIA.

La transparencia en la actuación de los GFIA tiene una triple perspectiva. En primer lugar, los gestores realizarán un informe anual, recogido en el art.22, por cada FIA que gestionen o comercialicen. El plazo para su realización tiene como límite los seis meses posteriores al cierre del ejercicio tras el cual deberá facilitar a las autoridades competentes y, si lo solicitan, a los inversores. La Directiva AIFM establece como contenido mínimo, el balance, la cuenta de ingresos y gastos, el informe de actividades durante el ejercicio, los cambios que se produzcan en la información proporcionada a los inversores y las remuneraciones del personal.

En segundo lugar, desde la óptica del accionista, en el art.23 se encuentra la información que se ha de proporcionar a los inversores sobre un FIA antes de invertir en él. El apartado primero recoge su contenido, que en muchos casos será de tipo descriptivo; a modo de ejemplo: la descripción de la estrategia y los objetivos de la inversión, derecho y obligaciones de los inversores, del

⁴⁰ TAPIA HERMIDA, A.J.: “La Directiva 2011/61/UE...”.

⁴¹ PARLAMENTO EUROPEO: *Background note on the alternative investment fund managers directive*, Art. 17. (3) de la Propuesta de la Comisión, disponible en :

<http://www.europarl.europa.eu/news/en/pressroom/content/20101105BKG92028/html/Background-note-on-the-alternative-investment-fund-managers-directive>

procedimiento de valoración del FIA, de la gestión del riesgo de la liquidez, comisiones máximas a pagar por los inversores o trato equitativo y trato preferente. Además, se incluirá el último informe anual así como la identidad de las personas relacionadas con el fondo, es decir, el gestor, depositario o auditor y el valor liquidatorio del FIA. Posteriormente, en el apartado 5 se recoge específicamente información adicional que se debe proporcionar en los casos de gestión o comercialización de FIA que recurren al apalancamiento; concretamente, el GFIA deberá llevar a cabo comunicaciones periódicas sobre los cambios del nivel máximo de apalancamiento y el importe total de apalancamiento.

Finalmente, el art. 24 cierra las obligaciones de información que tienen que proporcionar a las autoridades los GFIA. Sucintamente, deberán informar a las autoridades de los principales mercados e instrumentos en los que negocien por cuenta de los FIA y, específicamente, por cada FIA de la UE que comercialicen o gestionen, deberá facilitar el porcentaje de activos del FIA ilíquidos, las nuevas medidas de gestión de la liquidez, el perfil de riesgo y los sistemas de gestión de riesgos, las categorías de activos en las que hayan invertido y finalmente, los resultados de las pruebas de esfuerzo. Las autoridades competentes también podrán solicitar al GFIA que le proporcione un informe anual de cada FIA de la UE y, trimestralmente, la lista de todos los FIA gestionados por el GFIA. Como sucedía con la información proporcionada a los inversores para los casos de recurso al apalancamiento, también se deberá informar a las autoridades sobre el nivel de apalancamiento y las características del mismo. Por otra parte, las autoridades competentes estarán capacitadas para pedir más información para el control efectivo del riesgo sistémico, informando a la AEVM, quien, a su vez, también podrá requerir a las autoridades nacionales para que impongan requisitos adicionales en supuestos de inestabilidad del sistema financiera.

C. El establecimiento de un mercado interior para los FIA

1) El pasaporte de los GFIA

El pasaporte de los GFIA se erige como el contrapeso al estricto régimen de autorización y ejercicio de la actividad de gestión que la Directiva impone a la industria de los FIA⁴². Se les requerirá determinada documentación adicional, dependiendo de los supuestos para los que solicitan el pasaporte, si bien, gozarán de un tratamiento igualitario⁴³, de modo que, tras la notificación de autorización, los Estados miembros de acogida no podrán imponer requisitos adicionales a los impuestos por los Estados miembros de origen del GFIA⁴⁴.

El pasaporte, en primer lugar, ofrecerá la oportunidad a los GFIA de comercializar participaciones de un FIA de la UE en el Estado miembro origen del GFIA⁴⁵. Para ello, será necesario que la comercialización se realice a inversores profesionales; notificando a los Estados miembros los FIA de la UE que se comercializarán. Los requisitos de dicha notificación se encuentran en el Anexo II, entregados los documentos exigidos, en un máximo de 20 días hábiles el GFIA recibirá la autorización o la denegación de la comercialización del FIA de la UE.

Sin embargo, es posible la ampliación del mercado a los inversores particulares, siempre y cuando los Estados miembros impongan requisitos más estrictos en este supuesto, tal como establece el art.43.1. Siendo el 22 de julio de 2014 la fecha límite para informar a la Comisión y a la AEVM sobre qué FIA se comercializarán entre inversores no profesionales y los requisitos adicionales impuestos.

En segundo lugar, se establece la posibilidad de la comercialización de FIA de la UE en otro Estado miembro distinto al de origen del GFIA⁴⁶. El procedimiento es muy parecido al anterior, siendo obligatorio la notificación al Estado miembro de origen del GFIA los documentos e información establecida, en este caso, en el Anexo IV, si bien dado el carácter transnacional de las operaciones a realizar, las autoridades de los Estados miembros de origen del

⁴² FERRÁN, E.: "After the crisis: The regulation of hedge funds and private equity in EU", *EBOR*, nº12, 2011, pg.405.

⁴³ BAFFI, E, LATTUCA, D. y SANTELLA, P.: "Extending the EU Financial Regulatory Framework to AIFM, Credit Derivatives and Short Selling", *SSRN*, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1792993>.

⁴⁴ Art.33.5

⁴⁵ Art.31

⁴⁶ Art.32

GFIA están obligadas a transmitir a las autoridades de los Estados miembros donde se pretende comercializar los FIA el expediente así como una declaración donde se refleje la autorización de gestión del FIA con la estrategia de inversión concreta.

No solo el GFIA puede estar autorizado para la comercialización en Europa de FIA, sino también puede llevar a cabo la gestión de FIA de la UE establecidos en otros Estados miembros. El art.33 abre dos vías de gestión, tanto directamente desde el Estado miembro de origen del GFIA o mediante el establecimiento de una sucursal, siempre y cuando esté autorizado para la gestión de dicho FIA. Al igual que en los supuestos de comercialización, aparte de cumplir todos los requisitos de la Directiva AIFM, deberá comunicar, a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA, el tipo de gestión a realizar⁴⁷. Posteriormente, en el plazo de un mes o de dos meses, para los casos de establecimiento de la sucursal, transmitirá la documentación a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida del GFIA y una declaración de autorización del GFIA por dichas autoridades del Estado miembro de origen, a su vez, notificarán al GFIA la transmisión de la documentación, momento a partir del cual puede llevar a cabo la gestión del FIA en el Estado miembro de acogida.

Finalmente, el art.35 permite la comercialización y gestión, por parte de un GFIA de la UE, de FIAs de terceros países, siempre y cuando haya acuerdos de cooperación en el intercambio eficaz de información entre las Autoridades competentes del país origen del GFIA y las del país origen del FIA; el tercer país no puede estar en la lista del Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el blanqueo de capitales y ha de firmar un acuerdo donde refleje su voluntad de cumplir el art. 26 del Modelo de Convenio Tributario sobre la Renta y sobre el Patrimonio de la OCDE.

2) La participación de terceros países

El capítulo VII se ha reservado para desarrollar el régimen de los GFIA en relación con terceros países. En primer lugar, es necesario subrayar que es un régimen cuya transposición no se llevará a cabo en el plazo general de los dos años de transposición de la Directiva sino que se sumirá en un proceso largo y

⁴⁷ En el caso de que sea mediante sucursal deberá informar sobre la estructura, dirección y quienes son los responsables de la gestión de la sucursal, además deberá proporcionar el programa de actividades.

complejo recogido en los arts. 67 y siguientes donde la AEVM tendrá un papel decisivo a la hora de determinar la aplicación del pasaporte a terceros países. Las notas fundamentales de dicho proceso se pueden reflejar en el Gráfico 1:

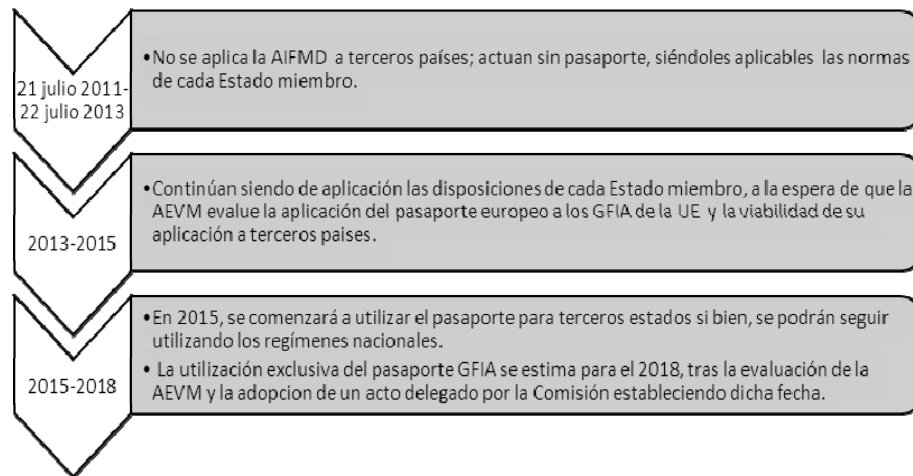


Gráfico 1. Iter temporal para la aplicación del pasaporte a terceros países

Por consiguiente, la aplicación a terceros países, hoy por hoy, no es posible; sólo si es valorada positivamente por la AEVM, la Comisión realizará el acto delegado para su aplicación. Dado el lapso de tiempo que nos separa, cabría destacar aquí, sucintamente, que el futuro régimen de aplicación se caracterizará por asimilar el GFIA de fuera de la UE al gestor de la UE⁴⁸. Consecuentemente, el GFIA de fuera de la UE deberá cumplir todos los requisitos establecidos en la Directiva AIFM y, además, deberá tener un representante legal en el Estado miembro “de referencia”, esto es, el Estado miembro que haya autorizado su labor en la UE⁴⁹.

⁴⁸ RIUS ROS, 160

⁴⁹A diferencia de la propuesta de la Comisión donde se establecía que sería la propia Comisión la encargada de discernir si la legislación de terceros países sobre GFIA era equiparable a la Directiva AIFM, el Parlamento propuso la expedición del pasaporte a aquellos no EU AIFM que cumplieran la Directiva., en: PARLAMENTO EUROPEO: *Background note on the alternative investment fund managers directive- Differences between Commission, Parliament and Council texts*,

<http://www.europarl.europa.eu/pressroom/content/2010105BKG92028/6>

IV. La transposición de la Directiva al Derecho de los Estados Miembros: ESMA/2011/379⁵⁰.

Como indicamos en la introducción, nos encontramos ante una Directiva de nivel 1 que sienta unos principios generales que tendrán que ser posteriormente desarrollados mediante el procedimiento de comitología⁵¹. Debido a ello, la Comisión, el 2 de Diciembre del 2010, solicitó al Comité responsable de reglamentación de valores su asesoramiento técnico⁵² sobre qué medidas de nivel 2 se deberían adoptar para que la Directiva AIFM sea una realidad y no una mera lista de principios programáticos. La AEVM recogió el testigo del extinto Comité y el 16 de noviembre del 2011 ha emitido el dictamen final, ESMA/2011/379, cubriendo todos los puntos requeridos por la Comisión.

En primer lugar, destaca la línea seguida por la AEVM al tomar como punto de partida las Directivas 2004/39/EC y 85/611/EEC⁵³, si bien, como el ámbito de aplicación de la Directiva AIFM difiere en determinados casos, se ha partido de las citadas Directivas como fuente de inspiración⁵⁴. Por ejemplo, cuando desarrolla las disposiciones generales del art.12 sobre si un GFIA cumple la Directiva, en las obligaciones generales del art18, en la determinación de los conflictos de interés o en los requisitos organizativos.

Otro punto a destacar es la determinación de cómo los gestores deben llevar a cabo la valoración de los activos. La AEVM, partiendo de la variedad de jurisdicciones en la UE, ha optado por proponer una serie de principios

⁵⁰ ESMA: *FINAL REPORT: ESMA'S Technical advice to the European Commission on possible implementing measures of Alternative Investment Fund Managers' Directive*, http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_379.pdf

⁵¹ El procedimiento de comitología se refiere a la delegación del Consejo en la Comisión para la ejecución de las normas que establece el Consejo, por ejemplo, las Directivas. Rigiéndose por la Decisión del Consejo de 28 de junio de 1999 por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión, 1999/468/CE, Diario Oficial n° L 184 de 17/07/1999, p. 0023 - 0026

⁵² La solicitud es dividida en cuatro partes: la primera se corresponde con principios generales, autorización y requisitos operativos, la segunda parte se centra en los depositarios, mientras que la tercera analiza la transparencia y los requisitos del apalancamiento. Finalmente, la cuarta parte se dedica a la supervisión.

⁵³ Más conocidas como Directivas MIFID y UCITS respectivamente.

⁵⁴ La Directiva MIFID tiene un espectro más amplio que la AIFMD, al referirse también a inversores no profesionales. En ESMA/2011/379, pag.39.

generales⁵⁵, lográndose así su adaptación a cualquier tipo de FIA⁵⁶. Entre otros principios, se debe destacar que la AEVM requiere a los GFIA que el método de valoración de cada FIA sea justo, apropiado y transparente. Las normas de valoración deben reflejar las obligaciones, funciones y deberes de cada parte implicada en el proceso de valoración, incluyendo el procedimiento de intercambio de información entre el GFIA y el tasador externo o las medidas a tomar para lograr la independencia del valorador interno. Finalmente, tanto las normas como los procedimientos de valoración y su metodología deben basarse en el principio de consistencia. Es decir, se debe tener en cuenta en la valoración del FIA el tipo de activos y la estrategia de inversión, así como también, las normas de valoración deben perdurar en el tiempo a no ser que, dadas las circunstancias, sea necesario cambiar los métodos de valoración de activos⁵⁷. En referencia al cálculo del activo neto de las participaciones del GFIA, también se subraya que depende de cómo sea determinado por la legislación de cada Estado miembro. En cualquier caso se recomienda que la valoración de los activos financieros se lleve a cabo cada vez que el patrimonio neto (*Net Asset Value*)⁵⁸ se calcule, a diferencia de cuando sean activos no financieros, que será suficiente una vez al año⁵⁹.

La tercera parte del Dictamen se centra en la forma de prevenir el riesgo sistémico, por lo que se desarrollan los artículos referidos al apalancamiento y a la transparencia. La AEVM propone dos métodos para el cálculo del nivel de exposición al apalancamiento de cada FIA, concretamente, los métodos de *gross*⁶⁰ y *commitment*⁶¹, dos métodos de cálculo muy similares cuya diferencia esencial es el carácter absoluto del cálculo del apalancamiento en el primer método, mientras que en el *commitment method* se permite la introducción de posiciones derivadas. Además, el GFIA puede establecer un tercer método de

⁵⁵ Tomando como referente, entre otros documentos, el Informe de IOSCO sobre “*Principles for the valuation of Hedge Fund portfolios*”, disponible en:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD240.pdf>.

⁵⁶ ESMA/2011/379, pg.111-112.

⁵⁷ Ibid, 111-119.

⁵⁸ *Net Asset Value*: su cálculo corresponde a la diferencia entre los activos del fondo y las obligaciones contraídas.

⁵⁹ Ibid, 117.

⁶⁰ *Gross method*: supone el cálculo del apalancamiento mediante el sumatorio de todas las posiciones absolutas de un FIA, IBID, box 94, pg.194.

⁶¹ *Commitment method*: Se basa en la siguiente operación: conversión de instrumentos derivados- arreglos de *netting* y *hedging*-reinversión de préstamos, IBID, box 96, pg.196

cálculo del apalancamiento⁶² para aquellos supuestos en que los dos métodos anteriores no reflejen fielmente la exposición al riesgo del fondo, previa notificación⁶³ a la autoridad competente del Estado miembro de origen. Finalmente, también plantea que el nivel de apalancamiento total puede representarse como la relación entre la exposición al apalancamiento y el patrimonio neto (*Net Asset Value*). Por otra parte, para los supuestos en los que los Estados miembros deban intervenir en los niveles de apalancamiento propuestos por los GFIA -tal como establece el art.25.3, cuando lo consideren necesario para preservar la estabilidad e integridad del sistema financiero- la AEVM determina los factores a tener en cuenta⁶⁴ por las autoridades nacionales al examinar los límites de apalancamiento, entre otros, las estrategias de los FIA, las condiciones del mercado donde operan los FIA y la efectividad de las medidas tomadas por los GFIA; así como las actuaciones adicionales a llevar a cabo por las autoridades nacionales cuando ejercitan el poder de limitación del apalancamiento.

En referencia a la transparencia de los FIA se centran en los tres aspectos de la información a proporcionar. En primer lugar, detalla las entrañas del informe anual fijándose en qué requisitos deben considerarse respecto a cada fondo, estableciendo que la información debe ser relevante, fiable y clara⁶⁵. La información prestada a los inversores debe llevarse a cabo con cierta regularidad, proponiendo la AEVM que la divulgación de la información de los FIA se produzca con la regularidad que el GFIA deba presentar informes a los inversores⁶⁶. En último lugar, también se desarrolla la información que deben proporcionar a las autoridades competentes del Estado miembro, así como su periodicidad. Respecto a esta última, si bien, en un primer momento la AEVM proponía la obligatoriedad del informe trimestral, tras las diversas consultas realizadas, se desechó dicha idea. Por lo tanto, no se establece un plazo fijo, sino que variará dependiendo del tamaño del GFIA así como de cada FIA,

⁶² *Advanced method*, Ibid, box 97, pg.200

⁶³ Dicha notificación incluirá las razones por las cuales los métodos “*gross*” y “*commitment*” no ofrecen un resultado adecuado de la exposición al apalancamiento, Ibid , pg.193

⁶⁴ ESMA/2011/379, pg.212 y ss.

⁶⁵ Ibid, Box103, pg.221.

⁶⁶ Ibid, pg.230.

volviéndose así a la diferenciación entre los grandes GFIA y los de menor tamaño, al no suponer éstos últimos un riesgo para desequilibrar el sistema financiero⁶⁷.

La última parte de Dictamen final de la AEVM se reserva para el desarrollo del contenido de los acuerdos de cooperación⁶⁸ con terceros países. Además se sientan las reglas para la determinación del Estado miembro de referencia cuando hay varios posibles Estados de referencia. Se opta de este modo por un procedimiento consensuado entre los posibles Estados miembros de referencia⁶⁹ donde vayan a ser comercializados la mayoría de los FIAs.

V. Conclusiones

La Directiva AIFMD supone el primer a paso hacia la armonización del tratamiento de los gestores de FIA en la Unión Europea. Todavía es pronto para evaluar el impacto que supondrá en la industria de los HF dado que muchas de las disposiciones de la Directiva serán desarrolladas mediante actos delegados y su transposición no se producirá hasta el 2013.

Además de la necesaria espera a las medidas de segundo nivel, los plazos establecidos para la aplicación de la Directiva a terceros países auguran un lento proceso de implantación del mercado interior para solucionar un problema actual relativo a la crisis económica en la que seguimos sumidos.

Por otra parte, la Directiva supone la salida a la luz de los HF en Europa. Aunque en muchos Estados miembros ya estaban regulados, la Directiva contribuye a incrementar la transparencia de los GFIA en un marco armonizado, además destaca el papel fundamental de la AEVM como entidad encargada del registro de los GFIA; sin embargo, todavía será aún más importante tanto su labor de coordinación entre las diversas autoridades nacionales como su tarea de evaluación de la actuación de los GFIA tras la transposición de la AIFMD.

Pese a la distancia temporal que nos separa hasta que la AIFMD sea una realidad, a día de hoy, es necesario elogiar la labor realizada por Europa. Sin duda, ello supondrá el aperturismo de la gestión de los FIA y, como

⁶⁷ Pg.234.

⁶⁸ Serán por escrito y se referirán al intercambio de información para la supervisión y cumplimiento de la Directiva, capacidad para obtener la información necesaria para el cumplimiento de los deberes establecidos por la Directiva y la capacidad de las autoridades europeas para hacer inspecciones “*on site*” o se realizarán por el tercer estado con la asistencia de las autoridades europeas, BOX112, pg.241.

⁶⁹ La AEVM adoptará un papel conciliador para que se llegue a un consenso entre dichos Estados miembros, pg.245.

consecuencia, el control de su actividad. En consecuencia, en futuras crisis económicas, es probable que los GFIA no contribuyan al incremento del riesgo sistémico en la Unión Europea.